

实体与非实体经济均衡机制的逻辑与政策

张平

(中国社会科学院 经济研究所, 北京 100836)

摘要: 每次大的金融危机后, 经济学家都要讨论生产率变化引起金融危机这一永恒话题。生产率增速放缓直接导致实体经济增长乏力、各类盈利指标变差、微观借贷和资产负债表恶化, 成为金融危机最可解释的触发条件。宏观需求激励政策在短期内平滑了经济增长波动, 但是, 信贷刺激过强或者时间过长导致信贷杠杆持续提高, 直接累积了金融风险, 使实体经济投资于房地产和金融等收益更高的非实体经济部门。把握创新非连续性导致的生产率增速放缓与需求激励保持经济平稳化的平衡一直是经济政策均衡的核心, 中国也不例外。针对近年来中国劳动生产率的变化情况, 文章指出, 劳动生产率增长率下滑与 M2/GDP 持续增高累积了金融风险, 必须采取更积极的市场化改革措施, 提高供给侧效率, 调整基于城市化发展阶段特征的宏观政策管理框架, 才能使经济在“稳中求进”中转向高质量发展。

关键词: 生产率增长; 实体周期; 信贷周期; 实体与非实体均衡机制

中图分类号: F124 **文献标识码:** A **文章编号:** 0257-0246 (2018) 05-0074-11

引言

每一次金融危机后, 生产率问题都是经济学家讨论的焦点。1997 年亚洲金融危机前, 克鲁格曼-杨对亚洲新兴市场国家提出了全要素生产率 (Total Factor Productivity, TFP) 增长缓慢的质疑。1997 年亚洲金融危机后, 很多学者从 TFP 增长的角度讨论金融危机。2001 年互联网泡沫前, 人们倾向于投资“新经济”, 《美国总统经济报告: 2001 年》指出, 新兴的计算机、通讯、互联网等行业的投资和创新对提升劳动生产率作出了积极贡献。^① 互联网泡沫后, 麦肯锡公司经过测算指出, 信息和通讯技术行业 (Information and Communication Technology, ICT) 对劳动生产率提高的带动作用不强, “竞争比 IT 更重要”^②。2008 年全球金融危机以来, 出现了“戈登之谜”^③, 即信息、通讯带来的互联网等技术革命在提高劳动生产率方面比工业化时期技术革命的作用弱。1970 年以后, 劳动生产率和 TFP 增速明显放缓, 没有实现劳动生产率的持续改善, 经济增长持续低迷。有人认为, 由于技术进步没有带来经济的持续改善, 只能利用低利率等刺激手段扩大需求, 导致金融、房地产等非实体经济部门发展过快, 金融杠杆率和房地产负债率过高, 爆发了 2008 年金融危机和之后的欧债危机。生产率增速放缓导致实体经济增长乏力, 资源被配置于金融、房地产等非实体部门, 很多公司通过借贷破除

基金项目: 国家金融与发展实验室资助项目。

作者简介: 张平, 中国社会科学院经济研究所研究员, 研究方向: 中国经济增长与宏观经济政策。

① 《美国总统经济报告: 2001 年》, 萧琛主译, 北京: 中国财政经济出版社, 2003 年。

② 黛安娜·法雷尔主编 《提高生产率——全球经济增长的原动力》, 朱静译, 北京: 商务印书馆, 2010 年, 引言第 III 页。

③ Robert J. Gordon, *The Rise and Fall of American Growth*, New Jersey: Princeton University Press, 2016.

资金约束，政府利用需求刺激以平稳经济。如果不能实现实体经济和非实体经济的均衡，就会逐步累积风险，直到经济体系无法承受。中国当前提出的大力发展实体经济、积极防范金融风险的“稳中求进”政策是前瞻性的战略思维。

生产效率一般分为劳动生产率和全要素生产率两类，劳动生产率指单位劳动人数（时间）的产出，其影响因素可分解为资本深化、人力资本、TFP等；TFP利用总产出减去要素（劳动、资本）投入的余值来度量，稳定度差，总产出波动对其影响较大，是测量非要素投入的配置和技术进步效果最好的指标。本文中的生产效率指标采用生产率和TFP来度量。

一般而言，劳动生产率基本决定了微观经济主体的竞争能力和发展空间，劳动生产率高可以降低成本、扩大规模，技术进步快可以使产品保持高价、增强企业竞争力，可见，劳动生产率决定了企业收入水平。宏观层面看，国家的竞争力也来源于劳动生产率和TFP提高的能力。实体经济的相关定义和争论很多，传统的实体经济被定义为工业，后来将服务业纳入其中，本文认为，收入取决于生产率提高的经济活动或经济部门都属于实体经济，而非实体经济的收入主要取决于价格因素。以房地产业为例，如果房子只为居住，则行业特征属于实体经济，但是，房地产业收入的增长更多地来自于房地产价格上涨，而不是服务差异，相对于价格波动而言，技术进步贡献非常小，房地产业被符号化。金融行业亦是如此，如果能够通过更好的服务获得配置金融资源的收益，则其收入主要来自于息差，由服务水平的高低决定，可视为实体经济。当金融行业的服务收入低于金融市场间交易收入，由劳动生产率决定的服务收入让位于依靠市场套利获取的价格波动的收入时，其实体经济特性转为符号经济。由此可见，实体经济可以被符号经济化，实体经济和非实体经济并非是严格区分的。两种收入机制在微观过程中的此消彼长决定了经济特性，有的部门收入更多地来自于生产率提高，如工业部门，而有的部门的禀赋特征使其很容易在价格波动中获益，如房地产业和金融业。实体经济收入来自于生产效率的提高，非实体经济收入来自于价格的波动。中国有很多公司注册为工业企业，但收入主要来自于工业土地变性，该企业则不是实体企业，实体经济向非实体经济的转换过程，称为符号化。从大的分类看，工业和生产性服务业、一般性服务业更接近于实体经济，而金融、房地产部门更倾向于非实体经济，本文也简单地沿用此种划分方法进行大类的宏观比较。

技术进步引起的生产率提高是一个非连续过程，生产率下降或增速放缓必然导致经济下滑或增速放缓、企业负债增加、国家通过需求激励刺激消费。宏观财政与货币政策经常在实体经济生产率大幅度下降或者增速放缓时被引入，具有借贷特性，用于平滑经济的波动性。需求激励的积极作用在于保持经济总需求的平稳，其特性是加大货币供给，使金融、房地产部门需求旺盛，人们更多地转向金融和地产投机，获取收益。但是，过度需求激励使实体经济符号化，也可能破坏经济波动中蕴含的“清洁机制”，即淘汰弱者、强化竞争和技术进步的机制，新一轮实体经济的技术进步就会被延迟，进一步推动非实体经济的投机行为。需求激励政策看似是“大稳定”的政策，但是，如果没有实体技术的进步，非实体经济过度发展，实体经济部门不断负债会累积金融风险，爆发金融危机。金融危机反过来也会进一步损害实体经济。从实体经济与非实体经济不均衡到危机爆发取决于很多因素，实体经济生产率下降或者增速放缓是金融风险积累的根本原因，也是重要的危机解释变量。本文不仅仅对2008年金融危机的爆发做梳理和理论解释，更希望对未来发达国家和中国的转型作出方向性讨论，并给出相应的政策建议。

一、发达国家生产率下降的经验事实

戈登认为，1890—1920年美国每小时劳动生产率年增长率为1.5%，其中资本深化的贡献率为50%，TFP的贡献率为30%，教育的贡献率为20%，是典型的资本推动；1920—1970年劳动生产率年增长2.82%，是1890—2014年增长最快的阶段，其中TFP的贡献占60%，资本深化的贡献超过

20%，人力资本的贡献不足20%，是典型的技术推动；1970—2014年劳动生产率年增长率降至1.62%，其中资本深化的贡献占41%，TFP的贡献占44%，教育的贡献占15%，劳动生产率靠技术进步和资本深化共同推动（见图1）。^① 1890—2014年美国劳动生产率和TFP的快速提高得益于工业化的推动，而信息化主要靠增加资本支出提高生产率和TFP，信息产业对美国劳动生产率的贡献没有像工业化一样达到超预期效果。

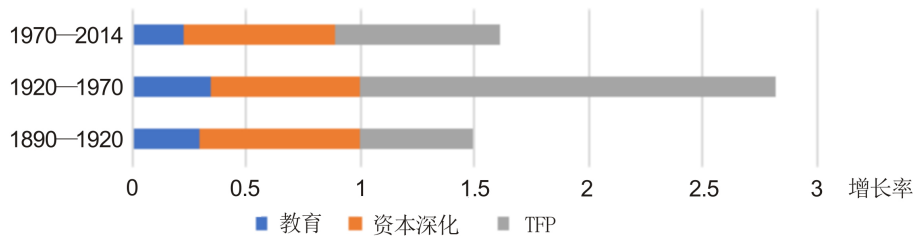


图1 美国劳动生产率及分解因素的增长率 (单位: %)

资料来源: Robert J. Gordon, *The Rise and Fall of American Growth*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2016.

将1970—2014年分为三个阶段,按照《美国总统经济报告:2001年》的计算结果,1973—1995年美国劳动生产率增长率为1.39%,受益于新经济的发展,1995—2000年达到3.01%,2001年互联网泡沫后,劳动生产率增速下降。但是,麦肯锡公司的测算结果显示,1995—1999年美国劳动生产率提高的过程中,批发和零售业(包括餐饮业)贡献率为53.4%,证券经济贡献率为18.8%,半导体、计算机、信息与通讯产业贡献率为27%,生产率提高的主要驱动力不是特殊新经济,而是传统劳动密集型产业,当然在线证券交易、移动通信等ICT行业也提升了劳动生产率,但是竞争的作用比IT投资更大。^②

由图2可见,1995—2000年美国劳动生产率持续增长,2001年互联网泡沫破灭后,劳动生产率低迷,2006年增速低于1%,2008年金融危机、2010年欧债危机期间,劳动生产率增速持续下滑,直到2017年增速才恢复到1%。经济合作与发展组织(OECD)中发达国家的生产率波动趋势与美国相似,只是时间上有所差异,引发欧债危机的欧洲五国劳动生产率率先下降,其中,早在1995年意大利的劳动生产率就开始持续下降。

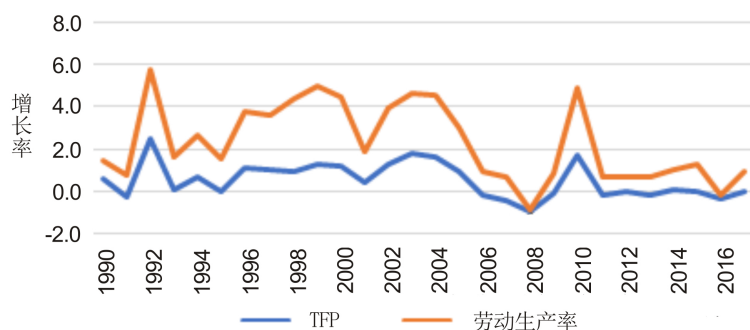


图2 美国劳动生产率及 TFP 增长波动 (单位: %)

资料来源: 大企业联合会网站, <https://www.conference-board.org>。

什么因素导致劳动生产率下降,是否会持续,这已经成为一个重要的经济学议题。根据美国大企业联合会的数据,全球劳动生产率增长率下滑的直接原因是 TFP 增速放缓,2008年后进入负增长,

^① Robert J. Gordon, *The Rise and Fall of American Growth*, New Jersey: Princeton University Press, 2016.

^② 黛安娜·法雷尔主编《提高生产率——全球经济增长的原动力》,朱静译,北京:商务印书馆,2010年,引言第iii页。

降低了劳动生产率增速，导致经济增长低迷（见图3）。但是，简单归因法不足以讨论该问题，学者们提出了更广泛的议题。第一个议题是技术创新与扩散的关系。技术创新要获得创新租金，但是，任何经济体的技术创新都是不连续的，在获取技术垄断租金期间，技术创新对提高劳动生产率的贡献有限，只有到技术模仿和技术扩散阶段，才能大幅度提高劳动生产率。第二个议题是结构性因素。结构服务化必然导致劳动生产率下降，因为服务业劳动生产率增速低于工业这类可贸易部门的劳动生产率增速，该议题关注于互联网技术能否改变服务业的可贸易程度，更好地提高劳动生产率。第三个议题是劳动生产率与金融危机的关系。国际货币基金组织（International Monetary Fund, IMF）的测算结果显示，发达经济体 TFP 增速下滑可以解释危机后其 40% 的产出损失。美国布鲁金斯学会的研究也显示，即便很好地控制了周期性因素，危机后 TFP 增速仍然下滑。第四个议题是新经济的测量问题。

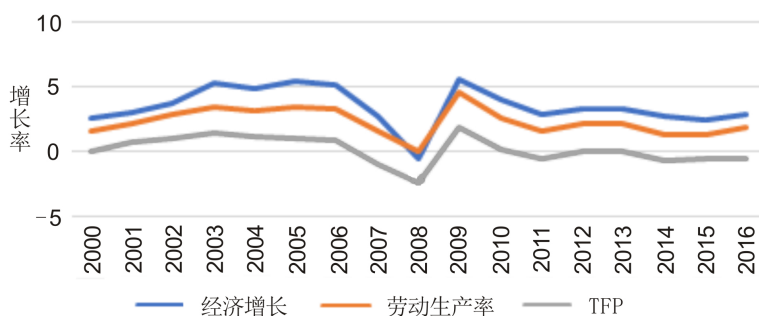


图3 全球经济增长与劳动生产率、TFP 增长率的关系 (单位: %)

资料来源：大企业联合会网站，<https://www.conference-board.org>。

从技术创新到技术扩散，最大的特征是不连续，而且技术创新达到扩散的点是不确定的，即所谓的技术进步的非连续性和不确定性。1995 年 ICT 投资促进了经济繁荣，2001 年互联网泡沫，2008 年移动互联网快速兴起，2017 年人工智能（Artificial Intelligence, AI）成为技术进步的焦点，至此，信息技术已经迭代了 20 年，技术革命似乎愈来愈接近全面爆发的临界点。一旦 AI 等进入大规模应用阶段，劳动者的劳动转换物质效率转变为能源转换物质效率的能效比，劳动生产率就成为一个不必要的衡量要素，这具有革命性特征，但是，这一爆发点或时间区间仍是不确定的。

更为重要的是结构性特征，即服务业占优后，普遍存在着减速特征。袁富华的实证研究表明，一国经济结构服务化后，由于服务业的劳动生产率和 TFP 增速普遍慢于工业生产部门，经济增长出现结构性减速特征。^① 经济结构服务化转变的结构特征以及由此导致的生产率和 TFP 增速放缓是包括中国在内的后发国家结构转型的一大挑战，而且具有非连续特征。^② 服务业的规模效率与工业无法相提并论，往往被称为不可贸易部门，互联网技术提高了服务业的可贸易程度，但程度依然相对较低，规模带来的效率提升仍然较弱。与服务业发展所需要的投资特征不同，工业化的物质投资非常清晰，其投资期限与产出高度相关，而且投资多带有非体现（embodied）的技术进步，即投资先进设备已经含有了技术进步的特征，通过“干中学”就能进一步推动技术进步。而服务业投资多依托于公共基础设施，依赖于资本深化，回报“迂回”且期限长（常为跨代），因此资本形成速度和物质折旧速度也非常慢。服务业所需的公共基础设施折旧慢于工业化的设备投资，导致资本深化效率低，而且投资基

① 袁富华 《长期增长过程的“结构性加速”与“结构性减速”：一种解释》，《经济研究》2012 年第 3 期。

② 经济增长前沿课题组 《中国经济长期增长路径、效率与潜在增长水平》，《经济研究》2012 年第 11 期；经济增长前沿课题组 《中国经济增长转型的结构性特征、风险与效率提升路径》，《经济研究》2013 年第 10 期；张平 《中国经济效率减速冲击、存量改革和政策激励》，《经济学动态》2014 年第 10 期；经济增长前沿课题组 《突破经济减速的新要素供给理论、政策与体制选择》，《经济研究》2015 年第 11 期；袁富华、张平、刘霞辉、楠玉 《增长跨越：经济结构服务化、知识过程和效率模式重塑》，《经济研究》2016 年第 11 期。

基础设施并不过多地隐含技术进步,伴随资本深化形成的技术进步效率也低,如美国1970—2014年资本深化在劳动生产率提高过程中的贡献率为41%,相对而言,人力资本贡献小,TFP增速反而放慢。

依据IMF的测算,金融危机对经济效率的停滞有重要的影响。全球金融危机由资产价格泡沫引发,使很多企业中断发展,技术进步停滞。危机之后,三方面因素导致TFP增速在长时间内受到抑制。第一,由于企业资产负债表薄弱,金融部门资产负债表恶化,导致信贷环境收紧,企业投资受到抑制。技术进步往往包含在企业资本支出中,资本支出减少不利于生产率提高。从行业层面看,那些信贷条件较差的行业,在生产率提高的过程中更容易受阻;第二,经济和政策的不确定性加大,在一定程度上导致投资远离高风险、高收益的项目,这可能进一步损害技术进步和TFP提高;第三,企业降低资本长期投资,更多地进行资本操作,以稳定财务,减少用于创新活动的资本支出。技术进步的不确定性和结构特征导致TFP增速放缓,需要宏观激励政策推动房地产、金融等领域的发展来稳定经济。但金融危机又导致技术进步放缓。因此,宏观政策平衡是最重要的协调机制,如果政策激励过度就会导致金融风险过度积累,但如果经济不稳定,则无法推进技术进步。

与技术进步高度相关的是如何测量新技术进步的贡献,即索罗当年的疑问“到处都在用计算机,但没有反映到效率中”。当前这一议题有了更广泛的解释,有学者认为,ICT等互联网行业提高了消费者剩余,但未能反映在价格中,而且共享的交易方式,并没有额外形成更大的增加值,却优化了存量资源,促进了资源节约,提高了资源使用率。^①从统计上看,工业品和一般服务品按照标准品进行价格平减,而知识密集型的服务品按照知识服务质量定价,不是标准品可平减的,这些都是技术进步和现代服务在测量上的难题。

2017年发达经济体进入经济全面复苏阶段,2018—2020年有望延续这一复苏趋势,资本支出也将大幅度提高。按照IMF的估计,劳动生产率增长率将恢复至不到1%的正常水平,但其对经济增长的贡献率达到45%。后发经济体的TFP增长率明显高于发达国家,是全球效率改善的带动者,这也源于后发经济体正处于工业化过程中,符合生产效率加速阶段的特征。戈登认为,1920—2014年劳动生产率(小时产出)增长率为2.26%,2015—2040年将下降到1.2%,人均产出增长率略低,二者下降趋势相同。ICT进步推动了AI和基于互联网的全球服务贸易的发展,会从结构上根本改变工业化以来生产效率的改进模式,新的效率定义、技术进步测量方式仍有待观察,但对于长期生产率笔者并不悲观。

二、劳动生产率下降背后的实体与非实体部门的均衡理解

从劳动生产率的一般核算看,按照CD生产函数展开,两边同时除以劳动L,劳动生产率增长率取对数做偏导后,劳动生产率增长率等于TFP增长率与资本深化增长率之和。如果将劳动力分解为一般劳动力与人力资本,则多分解出人力资本的作用。这里包括了劳动产出弹性即劳动在要素分配中的份额,该值比较稳定。因此劳动生产率的提高取决于劳动者素质、TFP和资本深化。劳动生产率指标非常稳定,比TFP更容易计算,而且直接与劳动报酬相比,是最重要的观察指标。

$$Y = AK^\alpha L^{1-\alpha} \quad (1)$$

其中,A代表全要素生产率。由式(1)可得到:

$$y = Y/L = A(K/L)^\alpha = AK^\alpha \quad (2)$$

y代表劳动生产率,对式(2)两边对数求导可得:

$$\dot{y}/y = \dot{A}/A + \alpha \dot{k}/k \quad (3)$$

^① Charles R. Hulten, Leonard I. Nakamura, "Accounting for Growth in the Age of the Internet: The Importance of Output-Saving Technical Change," *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper*, 2017.

由式 (3) 可知，劳动生产率增长率受技术进步率和资本深化的影响。

TFP 有多种分解方式，按照 IMF 的观点：

TFP = 企业内技术进步 + 跨企业要素配置

企业内技术进步 = 创新 + 适应性技术进步

技术进步 = 研发（无形资本）+ 人力资本 + 资本支出

从宏观核算看，一国的劳动生产率比企业的劳动生产率更复杂，对其核算涉及人口供给、劳动参与率。

$$GDP = Y = \frac{Y}{L} \cdot \frac{L}{POP_L} \cdot \frac{POP_L}{POP} \cdot POP$$

上式意味着：

GDP 增长率 = 劳动生产率增长率 + 劳动参与率增长率 + 劳动年龄人口占总人口比例增长率 + 总人口增长率

劳动生产率增长率 = GDP 增长率 - 劳动参与率增长率 - 人口红利 - 总人口增长率

保持经济高增长，特别是人口快速增长，就会提高 GDP 增长率，即使劳动生产率增速并不快。如从原有的农业非意愿失业人口转变为工业化部门就业人口后，提高了劳动生产率和劳动参与率，推动了经济增长。对发达国家而言，劳动参与率、人口红利和总人口增长缓慢，人均 GDP 增速完全靠提高劳动生产率，而劳动生产率的提高则靠技术进步与资本深化。

宏观上观察劳动生产率会发现很多与微观不一样的影响变量，对发达国家与发展中国家劳动生产率核算的意义差距很大。发达国家宏观与微观变量相接近，而后发国家中，劳动参与率、人口红利、产业结构变革因素、要素分配、产出弹性等外生性因素对促进经济增长和提高劳动生产率的影响很大。一国经济发展到成熟阶段，宏观和微观的劳动生产率影响因素收敛，而后发国家差异很大，除了提高劳动生产率，利用好人口红利、劳动力转移带来的比较优势都是重要的，市场竞争、结构性改革、对外开放的意义大于技术创新。当经济发展进入相对成熟阶段，创新则成为增长的主导力量。

TFP 作为技术进步的度量指标，其变化是不稳定的，而且涉及国际贸易。当一国技术水平与全球技术水平差距大时，主要靠引进设备进行“干中学”，属于技术扩散效应或适应性改进的技术进步，是比较稳定的创新和发展阶段。当技术水平与国际水平接近时，自主创新水平大幅度提高，技术进步表现不稳定，风险加大。

与技术进步冲击对应的真实周期理论强调了技术进步（TFP）对经济体冲击引起的周期波动。然而金融危机不断，学者们将金融部门纳入均衡模型中，如伯南克等^①的金融加速器理论。但是，金融加速器本质上是说市场摩擦导致的金融自我强化（扩张和收缩）必然使市场失去均衡。类似这样的问题也出现在投资与储蓄的“刀锋效应”中，即储蓄和投资并不能自动均衡，出现刀锋效应，导致储蓄和投资的冲突，这可以很好地解释中国传统计划经济体系下的波动。金融危机后，人们更多地从金融部门、信贷条件以及金融角度引入了金融条件，如货币（信用）、债务、杠杆等冲击因素。货币扩张、资产价格上涨、抵押融资杠杆、信用扩张逐步成为发达国家的新周期特征，周期波动可能主要来自于房地产和信用波动的产物。^② 结合戈登的研究可以看出，1970 年后持续的技术进步增速开始下降，美国和其他发达经济体开始了基于不动产和信用杠杆作为经济驱动的新周期。信息与通信技术进步作为主导力量驱动经济发展，几年后形成了技术进步与信用扩张推动资产价格增长的双驱动模式。20 世纪 70 年代

^① Ben Bernanke, Mark Gertler, Simon Gilchrist, “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework,” in J. B. Taylor, M. Woodford, ed., *Handbook of Macroeconomics*, Edition 1, Vol. 1, Chapter 21, 1999, pp. 1341–1393.

^② Oscar Jordà, Moritz Schularick, Alan M. Taylor, “Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts,” *NBER Working Paper*, 2017.

开始,新兴市场国家、后发经济体逐步享受了技术扩散的价值,全球经济增长进入繁荣期。

从经济系统的角度看,不论是技术进步驱动的实体周期,还是货币(信用)一房地产驱动的金融周期,都有其运行规律,而且内生具有不稳定特征,二者的组合更具有不连续性、不均衡性且时间不一致,这种状态的极端就是金融危机。从生产率下降到金融危机爆发需要经历如下三个环节:(1)不连续的冲突。生产率提高是技术进步和资本深化的结果,但技术进步不是连续变量,因此当技术进步速度减缓时,劳动生产率下降,经济增速放缓,需求刺激政策弥补了生产率的下降;(2)不均衡资源配置的冲突。实体经济资本收益下降,导致资本和资源偏离实体经济,流向金融、房地产等非实体部门,不动产资产价格上涨,金融杠杆提高,房地产和金融部门投资回报明显高于实体部门,实体经济与非实体经济的资源配置失调,实体经济开始符号化;(3)时间不一致。技术进步与房地产、金融贴现的时间不一致,前者时间长,风险高,后者时间短,且具有自我强化特性,导致非实体部门过高杠杆和高负债率。以上三个环节的摩擦会一步一步推动金融危机,而金融危机会打断实体经济的运行状态,推迟技术创新步伐。供给侧效率下降是爆发金融危机的源头之一,金融监管体制不完善、政府宏观政策调控不当也是金融危机的来源。

各国政府一直寻求实体经济技术进步的不连续与需求刺激间的平衡,这其中,实体经济与金融的均衡是最重要的条件。实体经济与金融的均衡条件包括如下几个方面:(1) M2/GDP、负债/GDP 是衡量货币与实体经济关系的第一指标,如果劳动生产率增速放缓,GDP 增长乏力,需要通过高杠杆激励经济体,货币激励周期启动,M2/GDP 比例上升,经济杠杆提高,风险开始累积,直到二者稳定或下降,货币与实体经济关系逐步均衡;(2) 金融与房地产部门投资收益率明显高于实体经济的资本回报率,资金配置逐步从实体部门转向金融业与房地产业,房地产价格进一步上升。住房和金融部门的收入取决于价格上涨,逐步符号化,进一步打击了实体经济的技术进步和资本支出,技术投入减少,延缓创新进程;(3) 金融加速器机制启动,当实体经济的净资产收益率低于融资成本时出现流动性风险,当市场意识到负债风险后,融资溢价使资产负债表收缩,市场流动性出现危机,爆发金融危机。2008年爆发金融危机的原因更多地来自于房贷一金融危机,其核心是抵押贷款机制出现系统性风险。

学者们引入了两大机制来探讨均衡条件,一是金融市场交易是否不断放大,即金融杠杆快速上升,大量金融机构相互交易获取收益;二是分配机制,探讨金融风险出现后的短板效应,即还不起贷款引发的金融危机。金融危机直接打击了实体经济,需要国家进行流动性救助,稳定资产价格,使微观主体不会出现逆向选择,并通过降低利率,让微观主体修复资产负债表,随着经济的稳定,资本支出增加,技术进步提升了效率,经济体收益率超过负债利息水平,经济开始复苏。

当前各国关注技术进步能否提高产出效率,同时紧盯资产价格、金融杠杆和信贷风险,尽力避免金融危机对实体经济的冲击,保持经济的平稳性。后发国家更需要关注资本的国际流动性,维持自身的流动性和金融稳定。金融配置模式差异也导致了金融危机类型的不同。风险最大的是债权危机,如美国2008年的次贷危机、2010年的欧债危机,而股权金融危机往往比债权金融危机更局部化和短期化,如2001年美国互联网泡沫。股权危机是由于技术进步不确定性与股权投资预期回报过高、周期过短,使股权异常起落传递到实体经济,导致市场剧烈波动引起的金融风险。新经济泡沫直接打击了实体经济,但也在短期加快了技术进步的迭代,这对于经济体来说是比较良性的。在金融的不断激励下,技术进步迭代速度加快,创新推动经济向前发展。

三、中国生产率的计算

经验和逻辑的分析很清晰地表明,实体经济的劳动生产率增速放缓是重要的开关变量,但一国技术进步水平与国际技术水平相接近时,技术进步的“干中学”效应逐步消失,技术扩散带来的社会效率稳定提高阶段结束,自主创新的不稳定性和结构服务化转变同时来临,经常会出现效率放缓。

因此，一方面要强化竞争，取得更为强劲的技术进步，恢复实体经济生产率增长速度；另一方面要稳定经济，否则技术进步进程会更慢。但实现均衡是很困难的。

中国经济的技术进步和结构服务化直接降低了生产率，实体经济非实体化特征明显，金融风险已经开始累积，要重视劳动生产率和 TFP 增速放缓这一风险的挑战。

1. 金融危机后中国生产率增长率下滑

表 1 显示了 1990—2016 年中国劳动生产率增长率的变化状况。1990—2007 年劳动生产率持续上升，2006、2007 年劳动生产率增长率达 10% 的顶峰。受到金融危机的影响，2008 年劳动生产率增速放缓，这与发达国家及其他经济体具有着同步性特征，2016 年劳动生产率增速放缓至 6.455%，金融危机具有全球破坏性，对劳动生产率的影响明显，中国受到的伤害比较小，仅仅是增速放缓。

表 1 中国劳动生产率增长率变化

年份	劳动生产率 (元/人)	劳动生产率增长率 (%)	劳动生产率增长率的平稳化 (%)
1990	2899.55	-11.1988	6.5055
1991	3133.02	8.0518	6.8941
1992	3544.33	13.1282	7.3570
1993	3998.75	12.8212	7.7740
1994	4479.21	12.0152	8.0829
1995	4926.48	9.9854	8.2716
1996	5345.68	8.5091	8.3674
1997	5766.33	7.8689	8.4150
1998	6147.05	6.6026	8.4601
1999	6545.31	6.4789	8.5433
2000	7029.05	7.3906	8.6865
2001	7538.01	7.2408	8.8909
2002	8168.26	8.3610	9.1448
2003	8931.15	9.3396	9.4199
2004	9761.51	9.2974	9.6803
2005	10 813.67	10.7787	9.8890
2006	12 132.13	12.1925	10.0054
2007	13 791.80	13.6800	9.9976
2008	15 069.95	9.2675	9.8558
2009	16 405.10	8.8597	9.6068
2010	18 082.91	10.2273	9.2717
2011	19 717.36	9.0387	8.8641
2012	21 166.80	7.3511	8.4069
2013	22 713.68	7.3081	7.9252
2014	24 277.92	6.8868	7.4331
2015	25 886.75	6.6267	6.9388
2016	27 567.06	6.4910	6.4450

说明：劳动生产率增长率的平稳化通过 H—P 滤波法得到；数据来源于《中国统计年鉴 2017》，北京：中国统计出版社，2017 年。

2. 经济结构服务化使劳动生产率增速放缓

发达国家的经验证明，当一国经济结构服务化后劳动生产率增速明显放缓。2012 年中国服务业对 GDP 的贡献超过制造业，2015 年服务业占 GDP 比重超过 50%，中国经济结构服务化快速发展，劳动生产率增长速度放缓不仅仅来自于国际金融危机的冲击，还来自于产业结构服务化。

可以从产业间生产率和产业内生产率提升的角度观察经济结构服务化对劳动生产率增速的影响。

从产业间的效率对比看,中国第二三产业劳动生产率的估算结果(见图4)显示,虽然服务业劳动生产率上升较快,但是,不管是名义劳动生产率,还是实际劳动生产率均低于第二产业生产率水平,特别是制造业。从第二产业内部效率差异看,建筑业劳动生产率几乎处于停滞状态,制造业的劳动生产率增长率持续上升,制造业在第二产业中的比重有所下降,建筑业比重持续上升,直接拉低了第二产业劳动生产率的上升趋势。^①

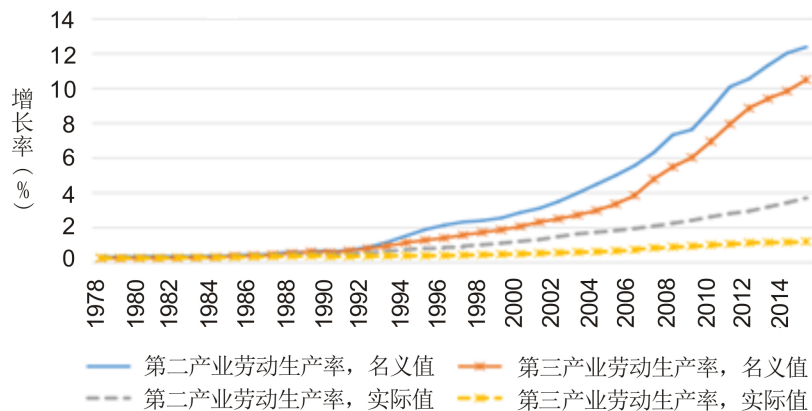


图4 第二产业和第三产业劳动生产率 (单位: 万元/人)

资料来源: 各年《中国统计年鉴》及国家统计局网站。

工业化时期推动中国劳动生产率上升的最主要驱动力来自于工业特别是制造业的快速发展,但金融危机的冲击使出口下降,制造业增速放缓,而国家的宏观激励政策虽然稳定了经济,但极大地刺激了第二产业中劳动生产率增长缓慢的建筑业和三大行业的发展,特别是金融业和房地产业。2016年金融业占GDP的比重为8.3%,在G20中最高,高于欧美发达国家。房地产业增加值上升很快,占GDP的比重为6%,其收入主要来自于价格上涨,属于非实体经济部门,金融部门劳动生产率提高,其收入很多来自于套利,而不是服务质量的提升,而且金融业所占比重达到顶峰。中国劳动生产率增长速度放缓有建筑业和服务业占比提升导致的结构性原因,这是典型的政策激励推动的结构扭曲。

3. TFP 增速减缓导致劳动生产率下降

中国是全球TFP增长速度最快的国家,1978—2008年中国劳动生产率持续增长,得益于资本深化,也得益于TFP的提高。2008年以来的短期刺激政策,加速了资本深化,但资本—产出效果越来越弱,TFP增速放缓,劳动生产率下降。更为严重的是TFP贡献率大幅下降,1978—2007年是中国经济增长的高峰时期,TFP对总产出的贡献率为23.33%,其中,1993—2007年达到35%的较高水平。但2008年之后,中国经济增速放缓,TFP的贡献率下降至不足5%,增长率也放缓至0.3%(见表2)。

提升中国TFP所面临的困境之一是资本驱动的工业化发展模式不具有TFP持续改进的内生机制。1978年至今40年的增长中,资本要素对经济增长的贡献率一直维持在65%—90%的水平,进一步扣除劳动投入对增长的贡献,TFP对经济增长的贡献率在20%左右。中国资本驱动增长模式的典型现象是:(1)资本存量持续加速增长。中国资本存量在1978—2007年经济持续超高速增长期间,平均增速达11%,与发展阶段相似的其他国家相比,都是较高的。2008年之后,尽管中国经济增速连续减缓,但资本存量增速仍然维持在较高水平;(2)资本边际收益水平持续递减。这主要源于中国经济长期的投资依赖,同时资本收益递减和低增长的不良循环越来越明显,资本驱动模式的路径依赖造成的低效率问题也越来越明显。1978—2007年资本效率(Y/K ,即GDP/投资)平均为0.302,2008—2016年仅为0.084(见表2)。

^① 张平:《中国经济迈向中高端发展的效率提升与供给侧改革——2017年经济展望》,《现代经济探讨》2017年第1期。

随着劳动供给要素增长速度放缓，而且转负，劳动参与率下降，劳动要素弹性提高，极大地降低了要素投入。如果不能提高创新和人力资本的效率，未来实体经济生产率将持续下降。

表 2 生产函数分解

	1978—2007 年	2008—2016 年
潜在增长（生产函数拟合）三因素	10.03%	8.4%
资本投入（K）：弹性	10.636	10.629
资本贡献份额	164.83%	193.67%
劳动投入（L）：弹性	10.364	10.371
劳动贡献份额	111.84%	11.70%
TFP 增长率	12.34%	10.30%
TFP 贡献份额	123.33%	14.63%

说明：产出是依据以 1978 年为基期的不变价国内生产总值；劳动投入（L）为就业人数；资本存量（K）是依据永续盘存法计算的以 1978 年为基期的固定资产存量水平；资本产出弹性的估算则选用包含时间固定效应的面板模型。数据来源于各年《中国统计年鉴》《新中国六十年统计资料汇编》。

4. 实体经济与非实体经济均衡条件逐步被破坏

2008 年全球金融危机后，中国劳动生产率和 TFP 增速放缓，M2/GDP 持续攀升，劳动生产率提高带来的高速增长被宏观激励的维持增长取代。图 5 显示了劳动生产率与货币激励的相互关系，在中国经济市场化改革加速的 20 世纪 90 年代，劳动生产率与货币化进程一致，21 世纪初劳动生产率快速上升，M2/GDP 比重稳定但有所下降，2007、2008 年劳动生产率增长率达到顶峰后开始下降，2009 年启动货币激励，M2/GDP 快速上升，信用或债务指标与 GDP 一致，劳动生产率增速持续放缓，激励持续加强，直到 2017 年中国经济增长速度有所复苏，货币激励放缓，但正如前文所述，TFP 改善仍然不易，需要进一步的供给侧结构性改革才能真实地改善效率。

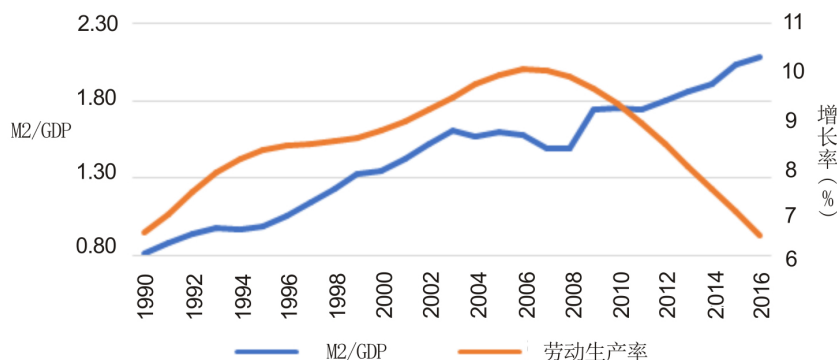


图 5 劳动生产率增长率与 M2/GDP 的关系

说明：中国劳动生产率增长率通过 H—P 滤波法得到；数据来源于《中国统计年鉴 2017》，北京：中国统计出版社，2017 年。

从微观看，实体经济与金融均衡的条件逐步被破坏。（1）2011 年金融业上市公司的净利润为 1.03 万亿元，占全部上市公司净利润总额的 52.6%，2015、2016 年这一比例达 66.7%；2011 年房地产上市公司净利润占非金融上市公司净利润总额的 8.28%，2015 年达 12%，2016 年超过 20%。^① 金融业、房地产业成为 2015、2016 年上市公司利润的主要来源，2017 年依然如此，产业结构明显偏向金融、房地产业；（2）上市公司净资产收益率和资产收益率持续下降，2015、2016 年净资产收益率低于资金成本，外部融资成本升高和融资可获得性变差。近年来美国持续加息推动中国十年期国债到

① 张平主编 《中国上市公司蓝皮书：中国上市公司发展报告（2017）》，北京：社会科学文献出版社，2017 年。

期收益率持续上升,外部融资升水,而中国M2增长内生性收缩,^①竞争性监管使金融波动性加大。金融加速机制已经开始破坏实体经济的资产负债表,特别是民营经济负债收缩,银行坏账率持续上升,金融市场监管加大了金融不稳定性。从理论逻辑看,金融杠杆、金融加速、脱实向虚的配置方面已经开始累积金融风险。未来必须调整政策,在激励微观创新和提高劳动生产率上下功夫,否则需求激励政策只会导致风险的进一步积累。从全球经验看,不稳定的金融条件同样会破坏实体经济效率的持续提升,谨慎处置激励效率、降低金融风险、减少企业税负和营商成本、强化市场竞争机制、保护产权、国有企业改革、宏观货币和财政制度改革都是激励微观的供给侧结构性改革的重要选择。

四、实体创新与降低金融风险

从国际比较看,中国仍处于大力发展实体经济阶段,特别是制造业保持较高的比例仍然是很重要的。发达国家经济成熟后,服务业比重逐步上升,但相对比较稳定,如偏于制造业的德国、日本,其服务业比重稳定在70%左右,但同时制造业保持着一定比例。东亚制造业国家服务业比重较低,如韩国一直稳定在60%左右。中国经济还没有达到成熟阶段即进入高收入组,服务业不必追求过快发展,特别是不必通过金融业和房地产业的符号化来提升服务业比重。中国金融服务业比重全球最高,这对于当前的发展阶段来说,已经有所偏离。保持制造业比重的核心是增加中国制造业全球竞争优势和提升创新能力,制造业只有转型升级才能在国际上具有竞争力,才能保证劳动生产率的增长水平。同时,中国增长速度最快的“其他服务业”中包含了太多的行政化的服务体系,如科教文卫等非市场化成分很大,服务业发展被抑制,服务业结构调整是下一阶段改革的重点。

逐步恢复实体经济和非实体经济的均衡条件,第一是稳定杠杆,保持M2/GDP稳定,保持政府、企业、居民负债率稳定,适当降低金融杠杆;第二是降低房地产业和金融业的收益率,降低社会总成本;第三是大力实施减税政策,推进基于城市化的税制体制改革,^②降低企业的税负和营商成本,积极推进供给侧结构性改革,提高实体经济的生存与发展空间,遏制实体经济符号化趋势;第四是尽量保持市场流动性,改革货币供给模式,中国利率跟随美国生息周期会导致外部融资升水过快,金融加速器加速,因此一方面要改革汇率和货币供给模式,增加市场流动性安排,另一方面还要改革债券市场和股票市场融资体制,支持实体经济和地方政府债券融资的可续性,防止外部金融冲击,化解金融风险;第五是解决居民过度借贷购买住房问题,稳定房价;第六是金融监管要走向法制化,不要“父爱主义”的监管,也不要竞争性监管导致的金融抑制,过度监管和不稳定性金融政策都会导致更大的金融风险。

2017年中国经济与世界经济同步出现复苏,预计2018年将延续这一复苏趋势,货币和财政政策应该逐步从数量激励转向体制改革,真正实现稳中求进的宏观政策目标,推动经济迈向高质量发展阶段。

责任编辑:孙中博

^① 张平:《货币供给机制变化与经济稳定化政策的选择》,《经济学动态》2017年第7期。

^② 付敏杰、张平、袁富华:《工业化和城市化过程中的财税体制演进:事实、逻辑和政策选择》,《经济研究》2017年第12期。

ABSTARACTS

On the Sociality of Art

Zhang Dun (61)

The autonomy of art is a prevailing viewpoint of modern Western literary aesthetics, which regards art as a special and independent domain isolated from the physical world. This understanding, as a result, finally leads art to fetishism. However, according to Kant, the innate basis of aesthetic judgment lies in the universality of the acceptance and understanding of the beauty of art, which accordingly endows its social compulsion. Kant's transcendental aesthetics adheres to the view that the transcendence of art lies in its sociality. Adorno's aesthetics, on the basis of Kant and Marx's theory, reveals the inner deep connection between art and society, and at the same time makes a reflective interpretation on the relationship between the sociality and the autonomy of art.

On Balancing Mechanism between the Real and Non-Real Economy: Logic and Policy

Zhang Ping (74)

Productivity issues gain concerns whenever major economic crisis occurs. The most obvious explanation for the economic crisis is the slowdown in economic productivity, which is believed to directly lead to anaemic economic growth, poor performance indicators, deteriorative micro credit conditions and balance sheets. This article views that micro loan and macro demand incentive policy can smooth the fluctuation of economic growth, but the credit stimulate which is too strong or too long will lead directly to accumulate financial risks on the one hand, and the real economy will be transferred to non-real economy that invest real estate and financial sector in order to obtain the high yield on the other hand. The balance between the slowdown in productivity growth caused by the discontinuity of innovation and the demand incentives to maintain a stable economy have always been the core of modern economic policy equilibrium. In response to changes in labor productivity in China in recent years, the article points out that the decline in productivity growth rate and the continuous increase in M2/GDP accumulate financial risks. Therefore, more active marketization measures must be taken to increase supply-side efficiency, and at the same time reform the macro framework so as to help the economy to turn to high-quality development in "steady progress".